

## 好調なスタート

1Q海外売上高は過去最高、ネットキャッシュはGTE買収以来最高額を記録

### サマリー

- GDOは5月13日午後3時に2021/12期第1四半期連結決算を発表した。概要は下表の通りで第1四半期海外売上高は23億2800万円（前年同期比22.8%増）の最高値を記録した。米国GTEは直営センターを新たに4か所開設し、またFCセンターを3か所買収したが、第2四半期には更に新設する見通しである。ここから、経営陣が新中計の主要施策を実行に注力しており、収益性が引き続き向上しているという重要な点を読み取れる。一般的に第1四半期は最も利益が低い時期であるにも関わらず、過去最高水準の2017/12期の第1四半期に匹敵する粗利益率40.3%を記録した。
- GTEは、重点的に取り組んでいるクラブフィッティングや物品販売で大幅な売上増を達成した（ただしGDOはOEMの供給不足が足を引っ張っていると指摘）。日本市場のゴルフ用品販売サービスは利益率の高いクラブやアパレルとの販売ミックス改善により恩恵を受けているが、利益率改善の最大要因は、ゴルフ場事業における送客である。決算説明会資料では、売上総利益の伸び3億5700万円の内訳が示されており、日本での売上高が1億4800万円粗利益率1.3ポイント、海外売上高が2億8000万円粗利益率1.4ポイントと、粗利益改善分の60%近くが海外売上によるものである。
- 株価は、GTEの過半数株式取得発表時の水準まで回復した。しかし、現時点での今期予想に基づくバリュエーションは、過去の平均的水準をわずかに上回る程度であり、新中計で掲げられた2023/12期の営業利益目標は織り込まれていないように見える。同目標は2017/12期の過去最高利益の2倍である。主要な経営指標からは8月中旬に予定されている第2四半期決算まで好調な業績が続くと思われる。

### 21/12期第1四半期 GDO 連結決算サマリーと進捗状況

(日本基準)	FY18/12	FY19/12 会予想	FY20/12 会予想	FY21/12 会予想	前年との差
百万円、%	1Q act*	1Q act 進捗率	1Q act 進捗率	1Q act 進捗率	金額 %
売上高	5,199	7,553 22%	8,070 24%	8,677 23%	607 7.5
・日本	—	5,948 22%	6,173 23%	6,348 23%	175 2.8
・海外	—	1,604 22%	1,896 27%	2,328 23%	432 22.8
売上総利益	1,922	2,851 21%	3,138 24%	3,494 —	356 11.3
販管費	1,876	2,999 24%	3,095 25%	3,267 —	172 5.6
<b>EBITDA</b>	<b>161</b>	<b>208 8%</b>	<b>427 18%</b>	<b>617 22%</b>	<b>190 44.5</b>
・日本	—	289 14%	383 17%	538 26%	155 40.5
・海外	—	(80) -19%	44 67%	78 10%	34 77.3
<b>営業利益</b>	<b>45</b>	<b>(147) -15%</b>	<b>42 5%</b>	<b>227 21%</b>	<b>185 440.5</b>
・日本	—	164 11%	254 14%	407 27%	153 60.2
・海外	—	(312) nm	(211) nm	(179) nm	32 赤字縮小
経常利益	44	(152) -16%	39 4%	232 21%	193 494.9
純利益 ATOP	(20)	(203) -57%	(45) -17%	106 20%	151 黒転

出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

\*注: GOLFTEC Enterprises LLC (GTE) 18/12期4Qに連結化

## 1Q Follow-up



### フォーカスポイント：

日本最大級のゴルフ総合サイト運営をベースにオンライン・ゴルフ用品販売、ゴルフ場予約、メディア広告掲載などを展開している。世界最大級のゴルフレッスンスクールを買収。

### 主要指標

株価 (5/28)	1,342
年初来高値 (21/4/26)	1,575
年初来安値 (21/1/15)	814
10年高値 (21/4/26)	1,575
10年安値 (12/10/16)	70.4
発行済株式数 (100万株)	18,274
時価総額 (10億円)	24,523
自己資本比率	33.8%
21.12 P/E (CE)	45.4x
21.12 EV/EBITDA (CE)	8.1x
21.12 P/B (1Q act)	3.79x
20.12 ROE (act)	4.12%
21.12 DY (CE)	0.71%

### 株価チャート (週足)



出所: SPEEDA data

アナリスト  
クリス・シュレイパー CFA  
[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)



本レポートは株式会社ゴルフダイジェスト・オンラインからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレーマをご覧ください。

GDO連結財務ハイライトの四半期動向

[日本基準]	FY12/18				FY12/19				FY12/20				FY12/21
百万円、%	1Q	2Q	3Q	4Q*	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
連単倍率(倍)	1.04	1.04	1.04	1.26	1.32	1.34	1.34	1.32	1.36	1.19	1.33	1.31	1.36
売上高	5,199	6,727	6,303	8,508	7,553	9,175	8,873	8,671	8,070	6,955	8,973	9,691	8,677
・国内	5,199	6,727	6,303	7,014	5,948	7,129	6,912	6,851	6,173	5,892	6,983	7,674	6,348
・海外	—	—	—	1,494	1,604	2,046	1,961	1,819	1,896	1,063	1,990	2,016	2,328
売上総利益	1,922	2,647	2,395	3,510	2,851	3,693	3,503	3,607	3,138	2,339	3,559	4,039	3,494
対売上高比率	37.0%	39.3%	38.0%	41.3%	37.7%	40.3%	39.5%	41.6%	38.9%	33.6%	39.7%	41.7%	40.3%
販売費及び一般管理費	1,876	2,371	2,261	3,160	2,999	3,283	3,273	3,121	3,095	2,827	2,916	3,397	3,267
対売上高比率	36.1%	35.2%	35.9%	37.1%	39.7%	35.8%	36.9%	36.0%	38.4%	40.6%	32.5%	35.1%	37.7%
人件費	729	767	784	945	938	979	1,074	1,026	1,000	1,004	978	1,118	1,111
マーケティング関連費	309	570	465	555	472	665	594	497	524	353	480	661	572
IT・設備投資費	323	321	329	478	477	489	488	519	502	505	485	495	509
のれん償却	2	2	2	87	85	84	79	85	85	85	84	83	85
その他	511	708	679	1,093	1,024	1,065	1,035	993	982	878	888	1,039	988
EBITDA	161	386	269	711	211	775	590	892	427	(102)	1,023	1,019	617
対売上高比率	3.1%	5.7%	4.3%	8.4%	2.8%	8.4%	6.6%	10.3%	5.3%	-1.5%	11.4%	10.5%	7.1%
・国内	197	537	359	782	292	552	471	740	383	219	904	795	538
・海外	(35)	(141)	(90)	(71)	(80)	222	119	151	44	(322)	119	224	78
営業利益	45	275	133	349	(147)	409	229	486	42	(488)	643	641	227
営業利益率	0.9%	4.1%	2.1%	4.1%	-1.9%	4.5%	2.6%	5.6%	0.5%	-7.0%	7.2%	6.6%	2.6%
・国内	87	423	231	644	164	427	343	599	254	89	773	663	407
・海外	(42)	(147)	(99)	(294)	(312)	(17)	(113)	(112)	(211)	(577)	(130)	(21)	(179)
経常利益	44	264	167	346	(152)	409	228	486	39	(478)	706	641	232
当期純利益	(20)	157	177	65	(203)	284	123	154	(45)	(564)	468	404	106
[B/S]													
現金及び預金	1,466	1,658	1,373	1,700	1,833	1,440	1,412	1,996	2,293	2,327	2,374	2,873	3,173
短期借入金	1,450	1,700	1,981	2,435	2,500	2,408	2,517	3,446	4,424	4,554	2,183	1,471	1,465
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	666	666	666	666	666	666	666	666	666	333
長期借入金	0	0	2,002	1,335	1,000	1,000	667	666	333	333	—	—	—
有利子負債	1,450	1,700	3,983	4,436	4,166	4,074	3,850	4,778	5,423	5,553	2,849	2,137	1,798
純負債/ネットキャッシュ	16	(42)	(2,610)	(2,736)	(2,333)	(2,634)	(2,438)	(2,782)	(3,130)	(3,226)	(475)	736	1,375
純資産	5,897	6,058	6,219	6,207	5,862	6,059	6,108	6,315	6,149	5,563	5,997	6,356	6,472
純資産合計	11,293	11,732	17,140	18,236	18,564	17,812	18,441	19,564	19,562	18,376	17,960	17,994	19,172
自己資本比率(%)	52.2	51.6	36.3	34.0	31.6	34.0	33.1	32.3	31.4	30.3	33.4	35.3	33.8
[非財務情報]													
ゴルフレジ店舗数	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6
ゴルフテックスタジオ数	10	11	197	200	202	206	208	209	207	208	207	207	211
うち、GDOスタジオ数	10	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13
グループ人員数	550	586	989	1,046	1,081	1,108	1,129	1,138	1,148	1,127	1,087	1,081	1,119
GDO会員数(万人)	343	353	362	372	379	390	401	413	424	436	451	464	476

出所: P/L及び補足情報はIR Factbook、B/Sは決算短信よりSESSAパートナーズが作成。

上記第1四半期業績において注目すべき点は以下である

(黄色 = 第1四半期としての最高値、オレンジ = GTE連結以降の四半期最高値)

- 1) 第1四半期海外売上高は23億2800万円と最高値を更新した(去年同期比22.8%増)
- 2) 第1四半期のネットキャッシュはGTE買収以来の最高水準を更新した
- 3) 第1四半期の粗利益率は第1四半期として過去最高であった2017/12期の40.3%と並んだ
- 4) 営業利益率は第1四半期最高の2.6%を記録し、更に日本では6.4%という驚異的な値となった
- 5) 過去のレポートで繰り返し説明してきたように、第1四半期の季節性は一定数のゴルフコースが冬期閉鎖すること、年末商戦の反動があること、ゴルフ用品メーカーが昨年のモデルの在庫処分に注力するため広告費が減少することなどから、最も利益が出にくい四半期である。したがって、親会社株主に帰属する純利益1億600万円の達成は簡単なことではなく、好調なスタートを切ったと言える。

GDOクラブ会員数の四半期推移: 1Qに12万人の増加 (前年比+12.3%)



出所: GDOファクトブックよりSESSAパートナーズ作成。

前ページでのハイライト事項のうち、第1四半期海外売上高が23億2,800万円（前年同期比22.8%増）と過去最高値を達成したことは特に注目すべきである。また補足資料11ページ掲載のNGFデータによると、3月までの3ヶ月間の米国での累計ラウンド数は前年同期比24.3%増と、昨年下半年に引き続き好調に推移している。GDOによると、GTEは、第1四半期に4か所のセンター（レッススタジオ）を新設し（第2四半期にさらに増設の見込み）、FCを含めた総数は211センターとなった。注力しているクラブのフィッティングやゴルフ用品売上の大幅な増加（ただし、OEMの供給不足が足を引っ張っているとのこと）に伴って収益性が急速に改善している点も重要である。また、他のハイライトポイントでは、第1四半期の粗利益率が40.3%と2017/12期（利益率過去最高の四半期）の1Q過去最高記録に匹敵したことは注目に値する。決算説明会資料では、売上総利益の増加分3億5700万円の内訳が示されており、日本での売上高が1億4800万円で粗利益率1.3ポイント、海外売上高が2億800万円で粗利益率1.4ポイントであった。日本での売上増の要因は、主にゴルフ場事業における送客によるものである。

21/12期 GDO 連結業績会社予想

(日本基準)	FY12/20	AMT	PCT	FY12/21	AMT	PCT
百万円、%	act	CHG	CHG	init CE	CHG	CHG
売上高	33,691	(584)	(1.7)	37,800	4,109	12.2
・日本	26,724	(119)	(0.4)	27,800	1,076	4.0
・海外	6,967	(465)	(6.3)	10,000	3,033	43.5
売上総利益	13,076	(580)	(4.3)	—	—	—
販管費	12,237	(440)	(3.5)	—	—	—
<b>EBITDA</b>	<b>2,370</b>	<b>(99)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>2,850</b>	<b>480</b>	<b>20.3</b>
・日本	2,304	247	12.0	2,100	(204)	(8.9)
・海外	66	(346)	(84.0)	750	684	11.4x
<b>営業利益</b>	<b>839</b>	<b>(140)</b>	<b>(14.3)</b>	<b>1,100</b>	<b>261</b>	<b>31.1</b>
・日本	1,780	245	15.9	1,500	(280)	(15.7)
・海外	(941)	(385)	RS	(400)	541	(57.5)
経常利益	908	(64)	(6.6)	1,090	182	20.1
純利益 ATOP	261	(97)	(27.1)	540	279	106.5

出所: 同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成



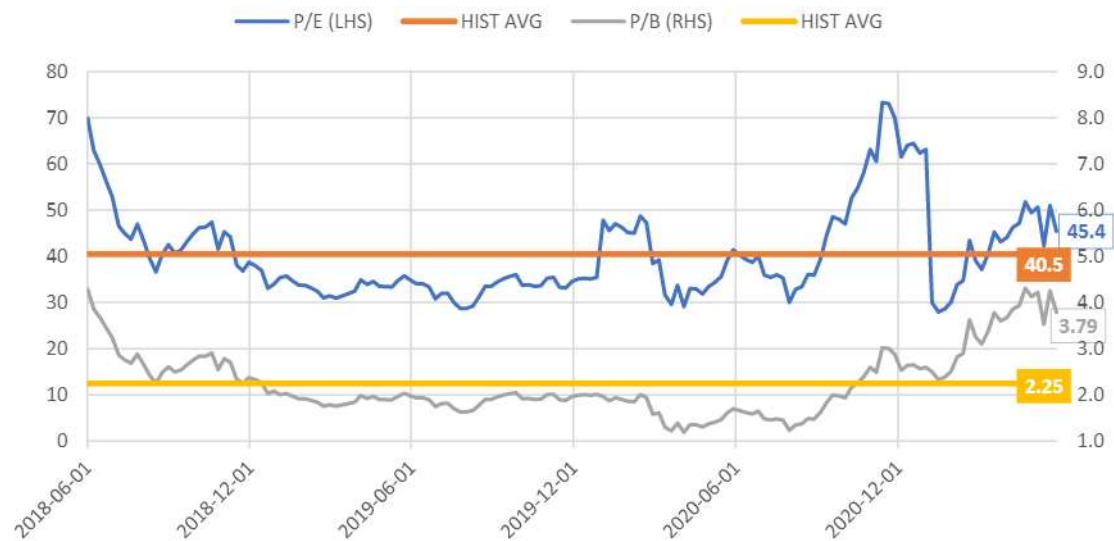
パフォーマンスとバリュエーション

- ✓ 株価はGTE買収時の水準まで回復
- ✓ 2023/12期を目標にした中計の営業利益は過去最高額（2017/12期）の倍であるが、株価バリュエーションは過去平均値を僅かに上回る水準であり、株価には織り込まれていない。
- ✓ アルペン（3028）の4月既存店売上高は +73.5% YoYの伸び（次頁の左上図を参照）
- ✓ 次のカタリストは8月中旬に発表される2Q決算発表であるが、足元の経営指標を見れば強いモメンタムが続いている。

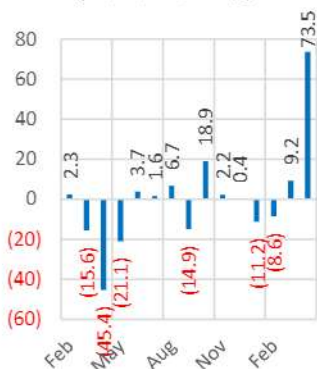
3年週足チャート（株価/出来高）



ヒストリカル P/E、P/B、EV/EBITDA（倍率）



アルペンの既存店売上高 (2020-2021年)



出所: 会社データからSESSAパートナーズが作成。

\*注: 9月は、消費税率引上げ前の駆け込み需要に押し上げられた前年の高い比較ベースの影響を受けた。

トピックス:  
GOLFTEC Enterprises LLC 25周年



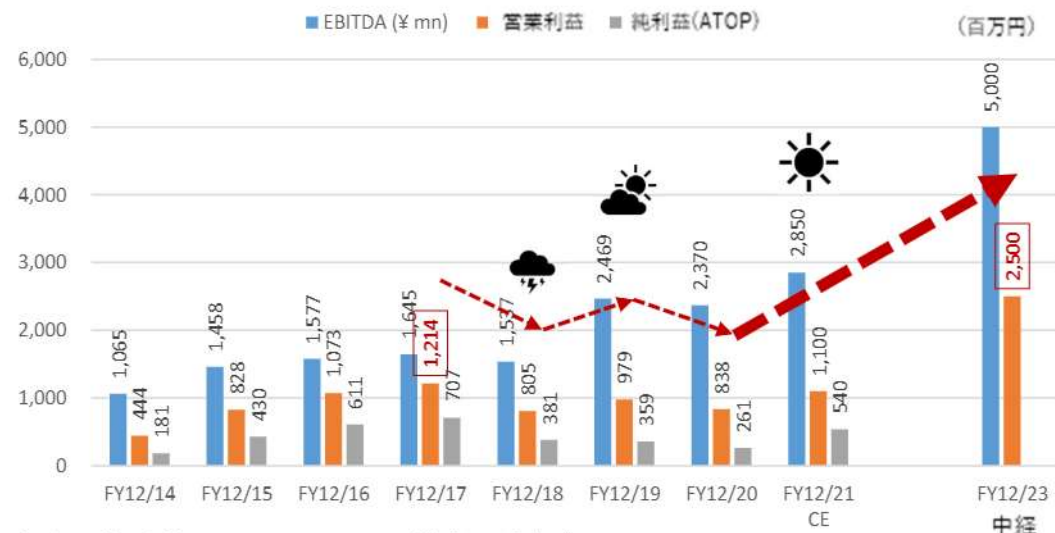
95年以降の累計レッスン回数:

19年8月 9,714,522回  
20年8月 10,546,495回

株価相対パフォーマンス (3年)



株価はGTE買収時の水準まで回復  
過去最高の営業利益(2017/12期)の倍に設定された2023/12期の営業利益目標はまだ織り込まれていない可能性がある



出所: 同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成 株価データ: SPEEDA

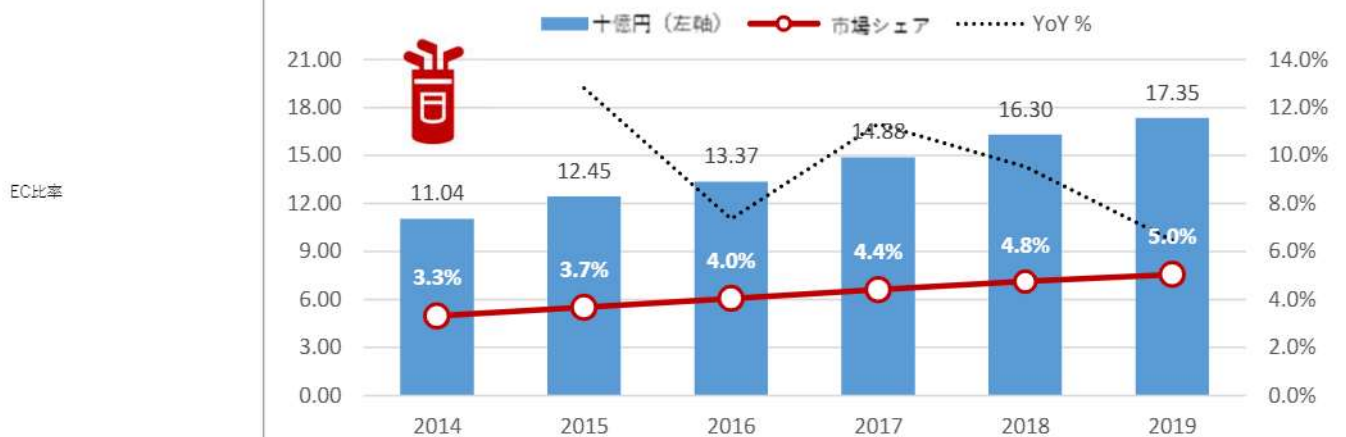
APPENDIX



GDOの今後の売上高ならびに利益成長の主なけん引役

- ① 日本の売上高: EC比率の上昇、新規事業
- ② 米国の売上高: カスタムフィッティング/販売の強化、スタジオの積極拡大
- ③ 日本の利益: 販管費のコントロール、新規事業の収益化
- ④ 米国の利益: 主なポイントは次頁の新中期経営計画を参照のこと

GDOショップのゴルフ用品の販売動向（主にオンライン、10億円）  
前年比推移と市場シェア



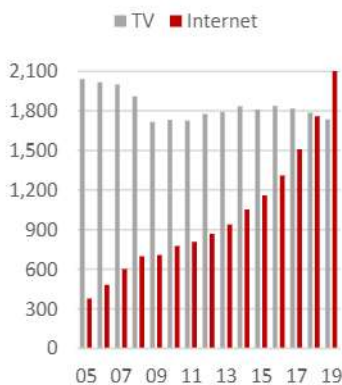
出所：日本生産性本部『レジャー白書』、GDO IR

経済産業省：日本のB2C電子商取引市場（10億円単位）とEC化率



出所：経済産業省（METI）『2019年電子商取引市場調査』、2020年7月22日

2019年に2.1兆円を記録したインターネット広告額が初めてテレビ広告額を上回った



出所：電通「2019年日本の広告費」



新中期経営計画2021~2023  
「Lead the Way」

### 新中期経営計画2021~2023「Lead the Way」の主な取り組み

「ゴルフで世界をつなぐ」が同社のスローガンであり、ユニバーサルスポーツであるゴルフの普及により、人々の生活を豊かにし、スポーツを通して人々の相互理解を後押しすることがミッションである。同社は、これまでの歩みを3つの段階に分けて捉えている。最初の10年間はゴルフ場オンライン予約とゴルフ用品オンライン販売を立ち上げ、システムインフラとマーケティングインフラを構築、拡充した創業期。次の10年間は第二創業期として、ゴルフレッスン分野での新事業の開始、GTEの株式の過半数取得による米国市場への本格参入、コスト&利益分担方式による日本のゴルフ練習場へのハイテク機器設置に関するTOPGOLFとの提携を進めてきた。そして今後はゴルフ事業のポテンシャルを認識した上での世界市場への挑戦段階（新成長期）である。

発表された親中計のタイトルは「Lead the Way」であり、ゴルフ事業の次世代化、具体的には日米市場でデジタルトランスフォーメーションの推進を目指している。ゴルフ関連事業への投資と開発を手掛ける米国のGDO Sports、ゴルフレッスン指導の最大手であり、カスタムクラブのフィッティング&販売も手掛けるGolfTEC Enterprisesという米国主力2子会社を通して、同社は屋内/屋外でのゴルフ指導、テクノロジーを活用した屋内練習、クラブフィッティング/カスタムクラブ販売といった「ゴルフインフラメント事業」において、市場での地位確立と市場シェアの獲得を目指している。新中計では、今後3年間に年間22か所のセンターを新設するために45億円を投じるというアグレッシブな目標を掲げている。

2020年末時点で同社は207か所のセンターを運営している。その内訳は直営が116か所、FCセンターが91か所（日本：13か所）であり、米国市場ではセンター数を最大375まで拡大できる余地があると考えている。しかし、GolfTECの買収に伴うのれんは約41億円であり、2028年までの10年間に定額法で減価償却していくことになるため、新中計期間中は海外部門の小幅な営業赤字が続く見込みである（下表参照）。

日本ではゴルフ練習場に「TOPTRACER RANGE」ハイテク練習設備を導入するための投資を増やしており、今後3年間に年間50以上の新規導入を目指して18億円を投じる計画である。同社はゴルフ場予約についても2桁増を目標とし、ゴルフ用品オンライン販売の粗利益率については2019年比で1ポイントの引き上げを目指している。更に、国内レッスン事業を黒字転換することが今年の目標である。

### GDOグループ 新中期経営計画 2021-2023 'Lead the Way'

(日本基準)	FY19/12	YoY	FY20/12	YoY	FY21/12	YoY	FY23/12	FY23/12
百万円、%	act	%	act	%	会社予想	%	中計3年	CAGR
売上高	34,274	28.2	33,691	(1.7)	37,800	12.2	46,000	10.9
● 日本	26,842	6.3	26,724	(0.4)	27,800	4.0	32,500	6.7
● 海外	7,432	397.3	6,967	(6.3)	10,000	43.5	13,500	24.7
EBITDA	2,469	60.6	2,370	(4.0)	2,850	20.3	5,000	28.3
● 日本	2,057	9.6	2,304	12.0	2,100	(8.9)	3,500	15.0
● 海外	412	TB	66	(84.0)	750	11.4x	1,500	183.3
営業利益	979	21.7	839	(14.3)	1,100	31.1	2,500	43.9
● 日本	1,535	10.7	1,780	15.9	1,500	(15.7)	2,700	14.9
● 海外	(556)	赤字縮小	(941)	赤字縮小	(400)	赤字縮小	(200)	赤字縮小

出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

特定サービス産業動態統計調査：ゴルフ場とゴルフレッスン練習場

下部は 前年 同期比	売上高 (百万円)				利用者数			平均 営業 日数	下部は 前年 同期比	練習場		
	合計	利用 料金	キャディ フィー	食堂/ 売店	合計	会員	非会員			売上合計 (百万円)	利用者数	稼働 打席数
CY2016	92,593	60,048	17,180	15,365	9,392,847	2,781,719	6,611,128	309.6	CY2016	30,520	19,692,238	14,280
CY2017	92,161	59,663	16,704	15,794	9,366,734	2,713,689	6,653,045	309.8	CY2017	30,314	19,824,525	14,198
CY2018	88,832	58,859	15,086	14,886	8,925,758	2,609,821	6,315,937	306.6	CY2018	28,785	19,180,742	14,066
CY2019	91,758	61,776	14,703	15,279	9,296,106	2,690,441	6,605,665	312.3	CY2019	29,103	19,502,580	14,056
CY2020	79,892	55,443	12,185	12,264	8,912,524	2,919,206	5,993,318	304.7	CY2020	30,951	21,281,859	15,491
CY2016	(2.5)	(2.6)	(3.4)	(1.4)	(2.6)	(1.5)	(3.1)	(0.4)	CY2016	(0.8)	(0.3)	(0.8)
CY2017	0.1	0.4	(2.2)	1.5	(0.4)	(2.2)	0.3	0.1	CY2017	(0.9)	0.6	(0.9)
CY2018	(4.6)	(3.4)	(6.7)	(6.4)	(4.9)	(3.6)	(5.4)	(1.0)	CY2018	(5.3)	(3.4)	(5.3)
CY2019	3.3	4.5	(0.1)	2.0	4.4	3.8	4.6	1.9	CY2019	1.6	2.1	1.6
CY2020	(17.3)	(15.2)	(18.1)	(24.9)	(8.4)	3.1	(13.2)	(5.3)	CY2020	(1.3)	2.4	(1.3)
2019.Q1	15,109	10,127	2,373	2,609	1,572,768	520,472	1,052,296	59.8	2019.Q1	6,688	4,474,986	14,104
Q2	26,801	18,163	4,307	4,331	2,725,293	765,176	1,960,117	86.0	Q2	7,915	5,349,314	14,203
Q3	25,443	17,008	4,326	4,109	2,641,772	736,219	1,905,553	88.2	Q3	7,288	4,818,086	14,149
Q4	24,405	16,477	3,697	4,231	2,356,273	668,574	1,687,699	78.4	Q4	7,212	4,860,194	14,056
2020.Q1	14,930	10,226	2,155	2,549	1,573,987	547,294	1,026,693	60.3	2020.Q1	6,963	4,717,709	13,589
Q2	15,956	11,372	2,520	2,064	1,994,790	705,499	1,289,291	81.4	Q2	6,251	4,497,569	13,711
Q3	24,148	16,560	3,897	3,690	2,782,391	875,417	1,906,974	86.9	Q3	8,669	5,929,630	15,513
Q4	24,858	17,285	3,612	3,961	2,561,356	790,996	1,770,360	76.1	Q4	9,067	6,136,951	15,491
2021.Q1	15,579	10,778	2,241	2,560	1,698,223	593,327	1,104,896	55.2	2021.Q1	8,474	5,734,881	15,467
2019.Q1	8.7	9.0	8.2	7.8	10.8	10.7	10.9	6.5	2019.Q1	2.1	3.8	(1.0)
Q2	(1.3)	(0.1)	(3.6)	(3.4)	0.4	0.3	0.4	0.3	Q2	(1.4)	(1.0)	(0.1)
Q3	8.6	10.3	4.8	6.3	9.1	7.8	9.6	2.5	Q3	7.4	7.0	0.1
Q4	0.3	1.7	(5.8)	0.5	0.2	(1.1)	0.7	(0.3)	Q4	(0.9)	(0.6)	(0.1)
2020.Q1	(4.1)	(2.7)	(8.2)	(6.7)	(1.7)	2.8	(4.1)	0.1	2020.Q1	3.2	5.7	(3.9)
Q2	(42.2)	(39.6)	(40.8)	(54.5)	(28.1)	(9.8)	(35.3)	(6.0)	Q2	(21.7)	(15.7)	(3.8)
Q3	(11.0)	(9.2)	(12.2)	(17.1)	(1.2)	10.6	(6.0)	(6.3)	Q3	4.9	9.5	(2.3)
Q4	(4.5)	(2.2)	(4.8)	(13.5)	1.9	10.0	(1.4)	(7.6)	Q4	10.9	12.3	(1.8)
2021.Q1	0.9	1.9	0.2	(2.9)	3.0	3.1	2.9	(12.4)	2021.Q1	8.3	7.8	1.8
2020.Jan	4,749	3,244	688	816	493,087	179,596	313,491	20.0	2020.Jan	2,217	1,491,939	13,868
Feb	4,596	3,125	689	782	486,965	169,491	317,474	18.8	Feb	2,272	1,525,913	13,868
Mar	5,586	3,856	778	951	593,935	198,207	395,728	21.6	Mar	2,474	1,699,857	13,589
Apr	4,099	2,905	644	550	506,382	183,455	322,927	24.9	Apr	1,742	1,272,465	12,612
May	5,528	4,054	860	614	721,331	265,073	456,258	28.0	May	2,110	1,557,030	13,324
Jun	6,329	4,413	1,015	900	767,077	256,971	510,106	28.5	Jun	2,400	1,668,074	13,711
Jul	7,271	4,977	1,190	1,104	858,398	276,685	581,713	29.1	Jul	2,861	1,984,111	15,314
Aug	8,403	5,737	1,348	1,318	984,062	309,106	674,956	29.3	Aug	2,816	1,933,287	15,508
Sep	8,473	5,846	1,359	1,268	939,931	289,626	650,305	28.5	Sep	2,992	2,012,232	15,513
Oct	9,102	6,263	1,414	1,424	982,154	293,261	688,893	29.5	Oct	3,199	2,185,131	15,513
Nov	8,775	6,140	1,221	1,415	882,941	279,043	603,898	25.8	Nov	3,068	2,105,191	15,489
Dec	6,981	4,881	978	1,121	696,261	218,692	477,569	20.8	Dec	2,800	1,846,629	15,491
2021.Jan	4,513	3,115	666	731	493,014	183,603	309,411	17.3	2021.Jan	2,726	1,812,669	15,551
Feb	4,772	3,282	706	785	528,867	198,999	329,868	16.5	Feb	2,738	1,846,244	15,349
Mar	6,293	4,380	869	1,044	676,342	210,725	465,617	21.3	Mar	3,010	2,075,968	15,467
2020.Jan	(2.8)	(1.4)	(7.0)	(4.7)	(2.9)	(1.0)	(4.1)	(4.1)	2020.Jan	4.2	6.7	(1.8)
Feb	14.9	16.6	9.8	12.8	12.2	13.7	11.3	11.3	Feb	13.1	12.4	(1.3)
Mar	(16.5)	(15.0)	(20.6)	(19.6)	(10.0)	(1.7)	(13.6)	(13.6)	Mar	(5.3)	(0.3)	(3.9)
Apr	(48.2)	(46.3)	(45.1)	(58.9)	(37.1)	(22.1)	(43.4)	(43.4)	Apr	(32.7)	(26.1)	(11.4)
May	(45.3)	(41.1)	(45.3)	(63.0)	(29.4)	(8.1)	(37.8)	(37.8)	May	(24.4)	(17.4)	(6.5)
Jun	(34.1)	(32.6)	(32.9)	(41.5)	(19.1)	(0.6)	(26.1)	(26.1)	Jun	(7.9)	(3.3)	(3.8)
Jul	(18.6)	(17.2)	(19.3)	(23.9)	(7.7)	7.5	(13.6)	(13.6)	Jul	5.4	9.5	(3.2)
Aug	1.1	2.7	(1.0)	(3.3)	10.8	22.2	6.2	6.2	Aug	10.4	13.0	(2.1)
Sep	(14.2)	(12.0)	(15.2)	(22.4)	(5.9)	3.0	(9.6)	(9.6)	Sep	(0.2)	6.3	(2.3)
Oct	(6.4)	(3.9)	(6.7)	(16.3)	1.4	10.6	(2.2)	(2.2)	Oct	11.8	13.1	(2.3)
Nov	(5.5)	(3.2)	(6.2)	(14.6)	1.7	14.8	(3.5)	(3.5)	Nov	9.9	11.7	(2.0)
Dec	(0.3)	1.4	0.2	(8.3)	3.1	3.8	2.6	2.6	Dec	10.9	12.1	(1.8)
2021.Jan	(8.1)	(7.1)	(6.7)	(13.4)	(4.5)	(2.8)	(5.6)	(5.6)	2021.Jan	9.4	7.8	0.2
Feb	0.4	1.6	(1.2)	(3.0)	3.7	11.7	(0.7)	(0.7)	Feb	7.3	7.3	(1.1)
Mar	9.0	9.8	7.6	6.2	8.8	1.1	12.5	12.5	Mar	8.3	8.3	1.8

出所：経済産業省特定サービス産業動態統計月次調査。





北米は世界のゴルフ施設全体の52%を占めている (R&A)

米国のゴルフ場供給は2006年までの20年間に44%増加したが、その後は10%減少(ほとんどが1日のグリーンフィーが40ドル未満の廉価コース)した。コース改修投資が建設ブームに取って代っている。(NGF)

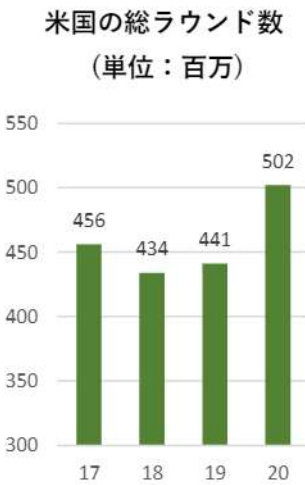
米国でプレーされた総ラウンド数の推移



出所：National Golf Foundation月次レポートを元にSESSAパートナーズ作成。

米国ゴルフ財団「NGF」による総ラウンド数の推移

年間の前年比 (4%以上の変化を緑でハイライト)



出所: NGF



出所: NGF特別レポート「Record-Setting Rounds for 2020? Not Quite」よりSESSAパートナーズ作成



GDO連結財務ハイライト

百万円、%	FY12/15	YoY	FY12/16	YoY	FY12/17	YoY	FY12/18	YoY	FY12/19	YoY	FY12/20	YoY
	act	%	act	%	act	%	act*	%	act	%	act	%
売上高	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	26,739	23.9	34,274	28.2	33,691	(1.7)
セグメント別												
・国内	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	25,245	17.0	26,842	6.3	26,724	(0.4)
・海外	—	—	—	—	—	—	1,495	—	7,432	397.3	6,967	(6.3)
内訳 (全体に占める%)												
・国内	100.0%		100.0%		100.0%		94.4%		78.3%		79.3%	
・海外	—		—		—		5.6%		21.7%		20.7%	
サービス別												
・ゴルフ用品販売	12,450	12.8	13,367	7.4	14,081	5.3	16,301	15.8	17,354	6.5	17,896	3.1
・ゴルフ場予約	4,715	14.8	5,106	8.3	5,806	13.7	6,929	19.3	7,475	7.9	6,962	(6.9)
・その他	812	2.0	811	(0.2)	874	7.7	971	11.1	846	(12.9)	972	14.9
・ゴルフレッスン	—	—	—	—	800	—	2,530	216.2	8,597	239.9	7,858	(8.6)
内訳 (全体に占める%)												
・ゴルフ用品販売	69.0%		69.2%		65.3%		61.0%		50.6%		53.1%	
・ゴルフ場予約	26.1%		26.4%		26.9%		25.9%		21.8%		20.7%	
・その他	4.5%		4.2%		4.0%		3.6%		2.5%		2.9%	
・ゴルフレッスン	—		—		3.7%		9.5%		25.1%		23.3%	
売上総利益	7,372	13.4	8,012	8.7	8,850	10.5	10,475	18.4	13,656	30.4	13,076	(4.3)
総利益率 (%)	40.9%		41.5%		41.0%		39.2%		39.8%		38.8%	
販売費及び一般管理費	6,544	8.0	6,939	6.0	7,636	10.0	9,671	26.6	12,677	31.1	12,237	(3.5)
対売上高比率 (%)	36.3%		35.9%		35.4%		36.2%		37.0%		36.3%	
EBITDA	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,537	(6.6)	2,469	60.6	2,370	(4.0)
EBITDA マージン (%)	8.1%		8.2%		7.6%		5.7%		7.2%		7.0%	
・国内	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,876	14.0	2,057	9.6	2,304	12.0
・海外	—	—	—	—	—	—	(338)	—	412	TB	66	(84.0)
営業利益	828	86.7	1,073	29.6	1,214	13.1	805	(33.7)	979	21.7	839	(14.3)
営業利益率 (%)	4.6%		5.6%		5.6%		3.0%		2.9%		2.5%	
・国内	828	86.7	1,073	29.6	1,337	24.6	1,387	3.7	1,535	10.7	1,780	15.9
・海外	—	—	—	—	(123)	—	(582)	RE	(556)	RS	(941)	RE
経常利益	816	86.7	1,089	33.4	1,226	12.5	823	(32.9)	972	18.1	908	(6.6)
税金等調整前当期純利益	768	82.1	1,009	31.4	1,127	11.7	765	(32.1)	786	2.7	830	5.6
親会社に帰属する当期純利益	430	138.3	611	42.0	707	15.7	381	(46.1)	359	(5.8)	261	(27.1)

\*\*GolfTEC Enterprises LLCの8% → 60%の出資額増加は2018年7月2日(3Q)に完了、同社のP/Lは2018年4Q(10-12月)から連結に反映。

連結財務諸表、キャッシュフロー計算書からの主要財務指標及び、一株あたりの指標

B/S、CF、主要財務指標	FY12/15	FY12/16	FY12/17	FY12/18	FY12/19	FY12/20
百万円、%	act	act	act	act*	act	act
資産合計	9,174	8,712	10,806	18,237	19,565	17,994
現金及び預金	2,841	1,509	1,534	1,701	1,997	2,873
短期借入金	1,000	—	950	2,435	3,446	1,472
一年以内返済予定の長期借入金	—	—	—	667	667	666
長期借入金	—	—	—	1,335	667	—
有利子負債合計	1,000	0	950	4,437	4,780	2,138
純資産合計	4,882	5,417	6,020	6,207	6,316	6,357
自己資本比率 (%)	53.2%	62.2%	55.7%	34.0%	32.3%	35.3%
流動比率 (%)	171.7%	197.7%	171.2%	94.4%	89.2%	87.0%
純D/Eレシオ (x)	(0.38)	(0.28)	(0.10)	0.44	0.44	(0.12)
ROA (%)	10.1%	12.2%	12.6%	5.7%	5.1%	4.8%
ROE (%)	12.3%	11.9%	12.4%	6.2%	5.7%	4.1%
営業活動によるキャッシュフロー	1,861	756	435	442	2,124	4,888
投資活動によるキャッシュフロー	(720)	(994)	(1,255)	(3,527)	(1,953)	(1,285)
フリーキャッシュフロー	1,140	(238)	(820)	(3,084)	171	3,603
財務活動によるキャッシュフロー	998	(1,095)	845	3,236	129	(2,704)
発行済株式数 (000)	17,747	18,053	18,274	18,274	18,274	18,274
期中平均発行済株式数 (000)	16,054	17,893	18,256	18,274	18,274	18,274
1株当たり当期純利益 (円)	26.80	34.16	38.73	20.84	19.63	14.31
1株当たり配当金 (円)	5.50	7.00	9.00	9.50	9.50	5.50
配当性向 (%)	20.5%	20.5%	23.2%	45.6%	48.4%	38.4%
1株当たり純資産額 (円)	274.97	299.96	329.34	339.69	345.61	347.85

出所：決算短信、決算説明会資料、GDOファクトブックに基づきSessaパートナーズが編纂。千円単位で報告された数字は、百万円単位で四捨五入。

## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都渋谷区広尾5-3-18

[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)